

Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages

Depuis 25 ans, la structure de l'épargne financière des ménages a été singulièrement modifiée par l'essor de l'assurance-vie et le développement du plan d'épargne-logement (PEL) au détriment relatif du livret A.

Ceci n'est pas sans lien avec la réglementation des produits d'épargne et son évolution qui ont de multiples conséquences. Certains avantages fiscaux, tels que l'exonération des droits de succession pour les contrats d'assurance-vie, sont à l'origine d'évolutions fortement structurantes, alors que d'autres ont des effets plus limités ou conjoncturels. Le niveau des plafonds fixés à différents produits, très différencié, a favorisé l'essor des PEL. La détermination administrative des taux de rémunération a également influencé les choix de placements en créant des écarts avec les taux de marché.

Les nouvelles modalités de fixation des taux réglementés, qui ont été instaurées à la mi-2004, devraient réduire ces écarts avec les taux de marché. Le taux des PEL n'est pas affecté par cette réforme, mais leur rendement global l'est, en revanche, par la mesure limitant l'octroi de la prime aux épargnants contractant un prêt épargne-logement.

Les parts de marché des différentes catégories d'institutions financières dans la collecte de l'épargne ont fortement évolué : essor des sociétés d'assurance en liaison avec la progression de l'assurance-vie, banalisation progressive de la distribution des produits d'épargne faisant suite au quasi-monopole des Caisses d'épargne et de La Poste qui bénéficiaient de la prépondérance du livret A à la fin des années soixante-dix.

Daniel GABRIELLI

*Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service d'Ingénierie et de Coordination statistique*

Dominique DURANT

*Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service des Études sur les opérations financières*

Les ménages choisissent leurs placements financiers en fonction de leurs objectifs, eux-mêmes liés à leur position dans le cycle de vie, et en fonction des couples rendement-risque, des produits qui leur sont proposés. Les pouvoirs publics interfèrent avec le jeu des mécanismes de marché, en poursuivant des objectifs variés et parfois changeants (contrôle du coût de certains financements, préservation du pouvoir d'achat des épargnants à faible revenu, encouragement à l'épargne longue ou à l'acquisition d'un logement ...) grâce à un éventail d'instruments utilisables ensemble ou séparément :

- avantages fiscaux (exonération partielle ou totale d'impôts sur les revenus, les plus-values ou la transmission), assortis de plafonds de détention par individu ;
- prime versée par l'État à l'épargnant (PEL, CEL) à l'issue d'un délai de détention minimal ¹ ;
- réglementation des taux : une gamme étendue de produits d'épargne figurant au passif des établissements de crédit est fixée de manière administrative ² ;
- octroi d'une garantie, explicite ou parfois implicite, améliorant le couple rendement-risque (livrets A des Caisses d'épargne).

Le périmètre de l'épargne réglementée analysée ici regroupe l'ensemble des placements qui sont concernés, à un titre ou à un autre, par ces interventions des pouvoirs publics ³. Au sein de l'épargne réglementée (ou encore des placements réglementés), on distingue, dans cet article, les dépôts réglementés (dépôts à taux réglementé, PEP bancaires ⁴), les PEA et l'assurance-vie. Les dépôts à vue n'ont pas été intégrés dans l'épargne réglementée en raison de leur fonction particulière en tant qu'encaisses de transactions. Le détail de la composition de ces agrégats figure en annexe.

Cet article vise à décrire les grandes évolutions qui ont marqué les comportements de placement financier des ménages sur les vingt-cinq dernières années et à fournir des éléments d'analyse quant à l'influence exercée par certaines dispositions réglementaires.

¹ Depuis décembre 2002, cette prime ne peut être versée sur les plans nouvellement ouverts qu'à condition que l'épargnant contracte un prêt épargne-logement.

² Ces produits sont également parfois assortis de spécificités diverses : droit à un prêt au terme de la période d'épargne (PEL, livret d'épargne entreprise).

³ D'autres conceptions de l'épargne réglementée ont été retenues par ailleurs. Ainsi, l'Observatoire de l'épargne européenne s'est limité à considérer l'épargne encouragée fiscalement, à fins de comparaison européenne, dans un article sur « *Le poids de l'épargne réglementée en Europe* », L. Grillet-Aubert et A. Mpacko-Priso, *Banque et Stratégie*, mai 2002. Inversement, dans un autre article sur « *Les aspects patrimoniaux de l'épargne réglementée* » (D. Davydoff et G. Naacke, *Banque et stratégie*, mars 2004), le champ d'analyse a concerné les livrets et comptes réglementés, de même que dans l'article sur « *Une analyse du déclin relatif de l'épargne réglementée* », M. Boutillier et B. Séjourné, même publication.

⁴ La rémunération des PEP est fixée de manière contractuelle. Le PEP se présente pour son détenteur comme un dépôt assorti d'une rémunération définie par contrat, qui prévoit certains avantages si les sommes sont immobilisées au moins 8 ans. L'organisme gestionnaire supporte le risque. Il place les fonds à sa convenance. Les PEP sont donc des produits diversifiés qui peuvent aller de l'opération de dépôt à l'opération d'assurance-vie. Cela nous a conduits à classer les PEP bancaires parmi les dépôts et les PEP assurance en assurance.

1. L'essor de l'assurance-vie dans les flux de placement des ménages

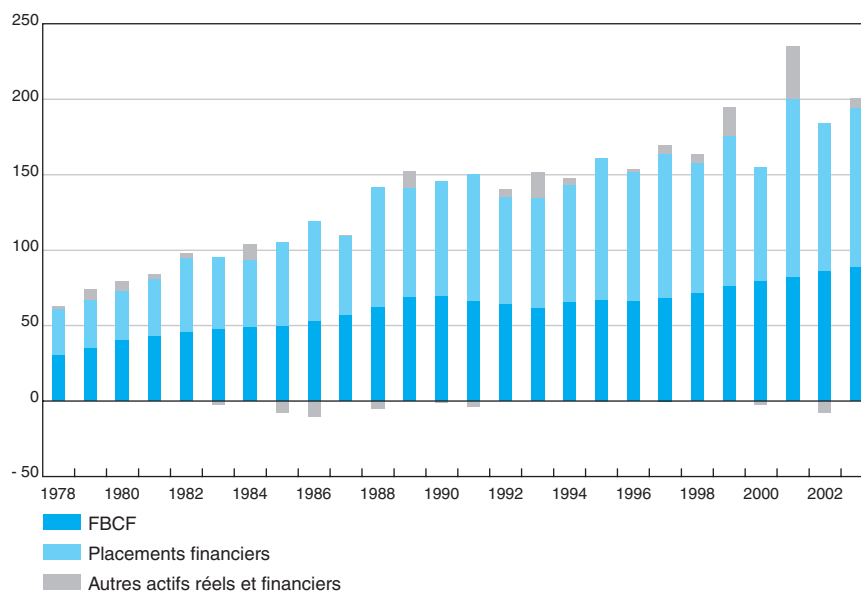
Comptablement, l'épargne des ménages, c'est-à-dire la partie de leurs ressources (revenus et emprunts contractés) qu'ils n'ont pas consommée, a pour principale contrepartie leurs achats nets de logements (comptabilisés dans la formation brute de capital fixe – FBCF) et leur accumulation d'actifs financiers. Les vingt dernières années ont vu la réorientation des emplois financiers des ménages vers des placements à plus long terme : la part des dépôts bancaires a baissé, essentiellement au profit des placements en assurance-vie et, au sein des dépôts bancaires, la durée contractuelle des placements s'est allongée, notamment avec la substitution relative des plans d'épargne-logement aux livrets A.

Les vingt dernières années ont vu la montée en puissance des placements d'assurance-vie au détriment des autres formes de placement

Graphique 1

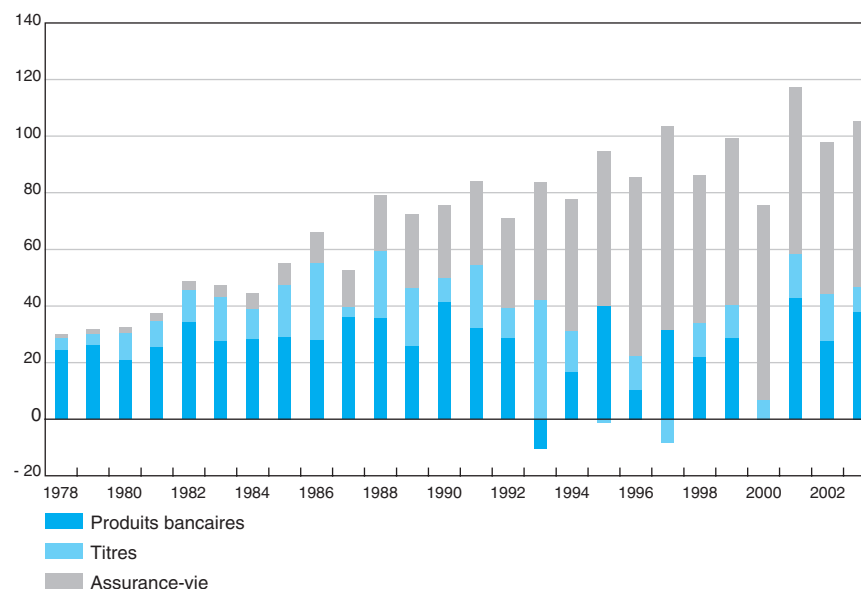
Flux d'investissement et de placement des ménages

(en milliards d'euros)



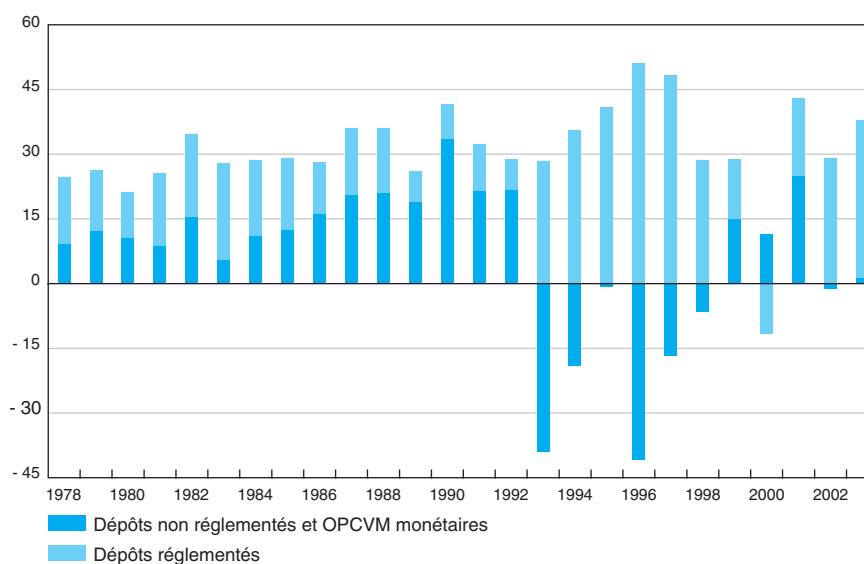
Graphique 2
Flux de placements financiers des ménages

(en milliards d'euros)



Graphique 3
Flux de placements auprès des IFM
Établissements de crédit et OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

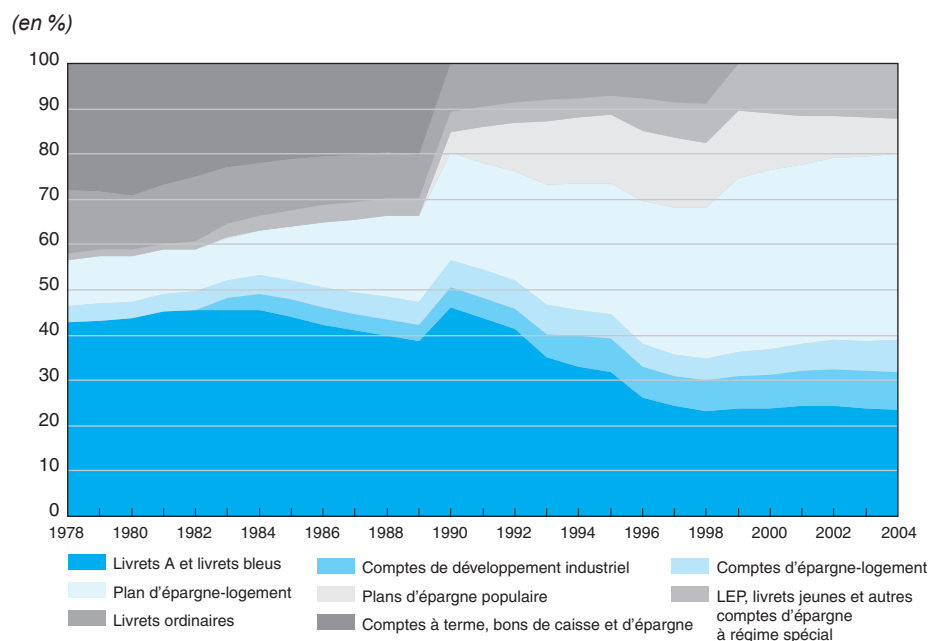


On constate ainsi sur les graphiques précédents :

- la baisse depuis 1987 de la part dans le total des emplois de la formation brute de capital fixe (de 51 % des emplois à cette date à 44 % en 2003), liée à l'enrichissement des ménages qui a favorisé la diversification des patrimoines au profit des placements en produits financiers ;
- la forte croissance des placements en contrats d'assurance-vie qui en sont progressivement venus à représenter une part prépondérante des flux de placements financiers des ménages (45 % des flux en 2000, contre 2 % en 1978). Parmi les facteurs à l'origine de cette évolution, on peut rappeler que l'assurance-vie a bénéficié de différentes formes d'incitations fiscales : réductions d'impôt et exonération, dans des limites qui ont varié avec le temps, de l'imposition au titre de l'impôt sur le revenu et des successions⁵. Par ailleurs, dans un contexte d'allongement de l'espérance de vie et d'inquiétude sur l'avenir des régimes de retraite, l'assurance-vie est apparue comme un placement bien adapté à la préparation financière de la retraite ;
- la baisse des placements « monétaires » — dépôts bancaires et OPCVM monétaires —, de 40 % des emplois en 1978 à 20 % en 2003 ;
- le fléchissement depuis 1993 des acquisitions de titres, lesquelles ont représenté en moyenne 6 % des emplois entre 1994 et 2003, contre 14 % entre 1980 et 1993.

Graphique 4

Structure de l'encours des dépôts réglementés des ménages auprès des établissements de crédit (EC)



⁵ À l'exception par le passé de l'emprunt Pinay

D'importantes modifications se sont opérées sur cette période au sein de l'encours des dépôts à taux réglementé :

- le PEL s'est substitué au livret A en tant que produit prédominant :
 - la part du livret A et du livret bleu a baissé dans le total d'environ 22 points (revenant de plus de 45 % du total des encours au début des années quatre-vingt à 23,6 % fin 2004 ⁶) ;
 - la part du PEL s'est accrue de plus de 30 points (de 10 % des encours en début de période à près de 41 % en fin de période) ;
- des produits sont sortis de la gamme des dépôts réglementés, alors que d'autres ont été créés :
 - dans le cadre de la libéralisation des conditions de banque, les conditions des comptes à terme et des bons de caisse (qui représentaient 19 % des encours en début de période) ont été assouplies progressivement, puis libéralisées complètement en 1990 et la rémunération des livrets ordinaires a été déréglementée en juin 1999 ;
 - parallèlement, les pouvoirs publics ont créé plusieurs produits, notamment les LEP en 1982, les Codevi en 1983 et les PEP en 1990, qui ont connu un remarquable développement ⁷. À eux seuls, ces trois produits ont atteint près de 27 % des encours des dépôts réglementés placés auprès des établissements de crédit en fin de période ⁸.

2. Quelques constats sur les effets des incitations publiques

Il est difficile d'isoler les effets spécifiques qu'ont pu exercer les différentes mesures prises par les pouvoirs publics, celles-ci se recouvrant parfois entre elles et intervenant dans un contexte financier évolutif (inflation, cours boursiers, taux de marché...). Toutefois, quelques faits paraissent ressortir de l'observation.

2.1. Un impact sensible des avantages fiscaux sur l'orientation des placements des ménages

Les incitations fiscales (exonération des droits de succession, fiscalité allégée sur les revenus et déductibilité des primes pour les contrats d'assurance-vie en particulier, défiscalisation des revenus en général...) peuvent avoir, en quelques années, des effets importants sur la structure des patrimoines financiers. Les modifier n'est alors pas sans conséquences, du moins de manière temporaire.

⁶ Proportion estimée

⁷ La part de ces derniers enregistrant toutefois un déclin en fin de période, avant la suppression de la possibilité d'ouvrir ce produit au 3^e trimestre 2003

⁸ Les taux des livrets jeunes créés en 1996 ont été déréglementés en 1998.

- L'exonération des droits de succession attachée aux produits d'assurance-vie suscite une forte attirance pour ce produit ; la réduction en 1997 des autres avantages fiscaux concernant les revenus des contrats d'assurance a probablement contribué à la désaffection temporaire observée à l'égard de ces placements en 1998 et 1999, conjointement avec la concurrence des placements en actions. Elle n'a, toutefois, pas remis durablement en cause la prépondérance des placements en assurance-vie dans la formation d'actifs financiers des ménages : en 2000, ces placements ont atteint le niveau record de 45 % des emplois. La baisse des flux enregistrée en 2001 et 2002 a surtout affecté les contrats en unités de compte, pénalisés par la chute des cours boursiers.
- Dans les deux années qui ont suivi la création des PEA en 1991, les avantages fiscaux dont ils étaient assortis ont, conjointement avec la tendance haussière du marché et les dispositions relatives à l'emprunt « Balladur »⁹, favorisé les acquisitions de titres. Depuis lors, les versements sur les PEA apparaissent plutôt comme des substituts aux acquisitions directes de titres.

2.2. Des effets différenciés des plafonds

Pour les PEL, le montant des plafonds individuels fixé en 1984 n'a été augmenté qu'en 1994¹⁰. Ce relèvement, assorti en outre d'une augmentation de l'enveloppe maximale du prêt épargne-logement¹¹, semble avoir renforcé la croissance de la part de marché de ce produit¹².

En revanche, le caractère plutôt mesuré des relèvements des plafonds du livret A et du Codevi a exercé une influence restrictive sur le développement des encours (ceux du livret A, en particulier, étant constitués pour une bonne part de livrets au plafond). En comparaison, le plafond du PEL, qui représentait 2,6 fois celui du livret A à fin 1977, lui est devenu quatre fois supérieur fin 2003.

Plafonds individuels des placements

	Livrets A et bleu (a)	LEP	Livret jeune	Codevi	CEL	PEL
Plafonds nominaux (en euros)						
31/12/1977	5 794	0	0	0	15 245	15 245
date de création	ns	762	1 524	1 524	ns	ns
30/08/2004	15 300	7 700	1 600	4 600	15 300	61 200
Indice 100 livret A à même date						
31/12/1977	100	ns	ns	ns	263	263
30/08/2004	100	50	10	30	100	400

(a) Plafond du livret A (de 1979 à 1982, ces plafonds ont été légèrement différents)

ns : non significatif

⁹ Celui-ci était éligible au PEA et admis en règlement des privatisations.

¹⁰ Il a été établi à 300 000 francs en août 1984 et 400 000 francs en février 1994, montant auquel il est resté fixé jusqu'à l'heure actuelle (61 200 euros).

¹¹ De 400 000 francs à 600 000 francs

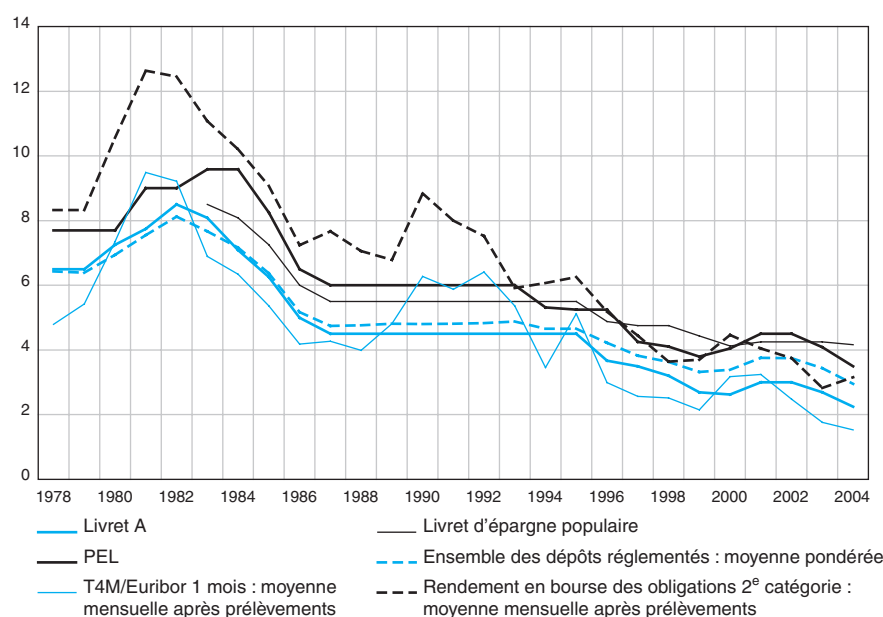
¹² Sa part dans les l'encours est passée de 25,8 % de l'épargne à taux réglementé fin 1991 à 27,2 % fin 1992 et à 31,1 % fin 1993.

2.3. La réduction de son écart de rendement par rapport aux taux de marché n'a pas empêché le déclin à long terme de l'épargne réglementée

Graphique 5

Taux de l'épargne réglementée et taux de marché après impôt

(taux en %, en moyenne annuelle)



Les modifications des taux réglementés ont suscité des réallocations entre les différents types de placements monétaires.

- Les variations relatives des taux du marché et des taux réglementés ont modifié les arbitrages entre les différents types de placements sous forme de dépôts et d'OPCVM monétaires. C'est ainsi qu'entre 1993 et 1999, les taux de marché ayant baissé plus vite que les taux réglementés, les ménages se sont détournés des OPCVM monétaires et des dépôts à terme et ont placé davantage en épargne réglementée : celle-ci a ainsi bénéficié sur cette période de flux conséquents, alors même qu'en début de période les taux de marché restaient supérieurs aux taux réglementés.
- La baisse parallèle des taux réglementés des PEL et des livrets A a favorisé les premiers en raison d'un « effet retard » : sur un PEL, le taux en vigueur à la date d'ouverture est maintenu pendant toute la durée du plan et les révisions de taux n'affectent que les plans nouveaux ; sur le livret A, au contraire, la modification du taux affecte immédiatement la rémunération de l'encours¹³.

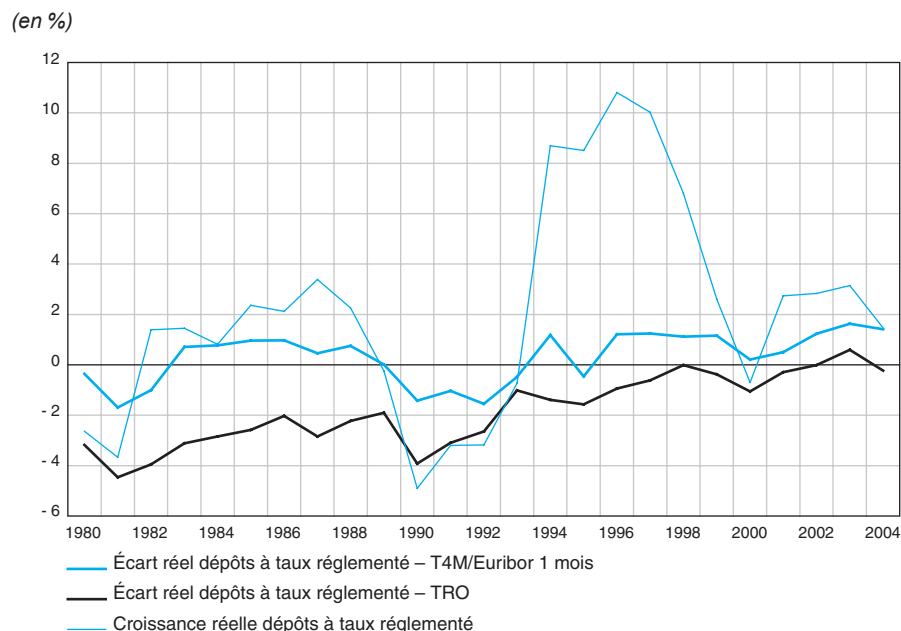
¹³ Entre 1978 et la mi-1983, cet écart s'est établi en moyenne à 0,9 point, tandis que, entre la mi-1983 et la fin 2003, il a atteint 1,4 point. Plus ponctuellement, on a pu observer que la substitution progressive du PEL au livret A dans les portefeuilles des ménages s'était accentuée très fortement à partir de l'été 1983, alors que le taux du PEL avait été porté de 9 % à 10 % en juin 1983 et que le taux du livret A avait baissé de 8,5 % à 7,5 % en août, ces mouvements ayant ainsi fait passer en trois mois l'écart de rendement entre ces deux produits de 0,5 point à 2,5 points.

- Le relèvement en juillet 2000 du taux du livret A a provoqué en 2001 et 2002 un fort accroissement des flux de placement. À l'inverse, la baisse de 0,75 point du taux du livret A, le 1^{er} août 2003, s'est traduite par un très fort ralentissement de la progression annuelle des encours de certains placements réglementés (livrets A et bleus, Codevi). Cette incidence restrictive a été évaluée à 2,5 milliards d'euros au troisième trimestre 2003 et à 7,7 milliards à fin 2004.

La rémunération des dépôts à taux réglementé s'est établie à 5,1 % en moyenne sur l'ensemble de la période et à 3 % en moyenne au cours de l'année 2004. Ce taux a fléchi, mais avec retard par rapport aux taux de marché, s'appréciant ainsi en termes réels : négatif de 1980 à 1983 (– 3,6 % en moyenne)¹⁴, le rendement réel des dépôts réglementés est ensuite resté nettement positif (2 %), alors que la hausse des prix achevait son ralentissement et se stabilisait à un rythme modéré. Dans le même temps, la différence entre ce rendement réel et les taux de marché réels après prélèvements fiscaux et sociaux a évolué en faveur des taux réglementés : légèrement négative par rapport aux taux monétaires en moyenne de 1980 à 1995 (– 0,1 %), elle est devenue positive depuis 1996 (1,1 % en moyenne) ; l'écart négatif par rapport au taux de rendement des obligations de deuxième catégorie (– 2,7 % en moyenne de 1980 à 1995) s'est réduit à – 0,3 % en moyenne depuis.

Graphique 6

**Dépôts à taux réglementé : croissance réelle (a)
et écart réel de rémunération par rapport aux taux de marché après impôt**



(a) Taux de croissance réel des dépôts à taux réglementé, corrigé des modifications de périmètre qui ont affecté le champ de ce type de placements au cours de la période

¹⁴ Calcul réalisé à partir du taux de croissance de l'indice des prix à la consommation de l'ensemble des ménages, y compris tabac

Les difficultés à modifier le niveau des taux ont conduit les pouvoirs publics à mettre en place un dispositif automatisant, dans une large mesure, les futures révisions de taux : depuis juillet 2004, la Banque de France les calcule à partir d'une formule prenant en compte l'inflation et un taux représentatif du loyer de l'argent sur le marché monétaire. Toutefois, cette modification ne s'applique pas au taux du PEL, dont les modalités de fixation restent régies par le dispositif antérieur, alors même que ce produit représentait près de 45 % des encours de dépôts à taux réglementé fin 2004, contre 26,4 % pour les livrets A et bleus ¹⁵. En outre, le levier du contrôle des encours par les plafonds, d'utilisation plus structurelle mais dont les effets sont importants, reste entièrement entre les mains des pouvoirs publics.

Dès lors, le mécanisme de fixation des taux mis en place, rapprochant les taux réglementés des taux de marché, ne devrait exercer que des effets limités sur la rémunération moyenne de l'ensemble des dépôts à taux administré.

3. Une modification significative des parts de marché respectives des différentes catégories d'institutions financières

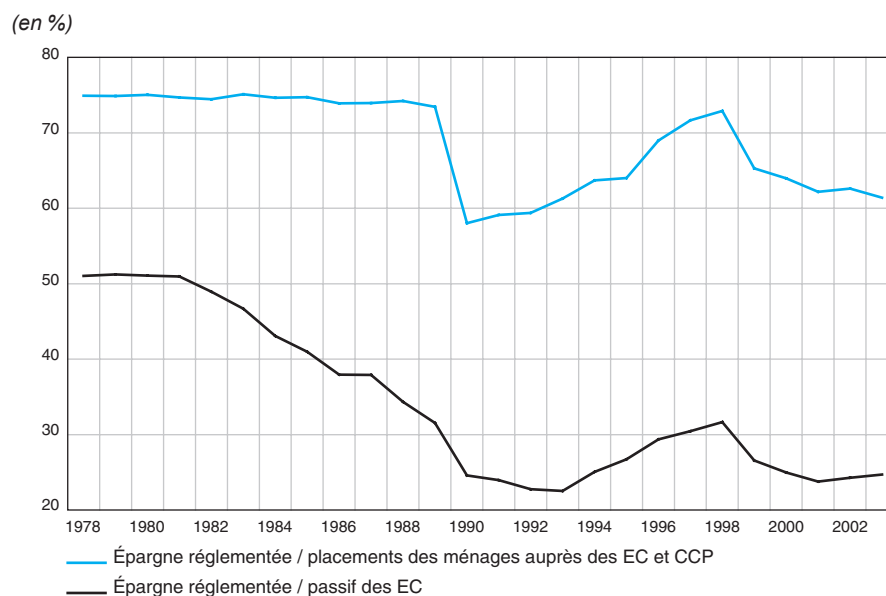
L'essor de l'assurance-vie a fait croître très fortement la part des compagnies d'assurance dans la collecte de l'épargne et, en particulier, de l'épargne réglementée. Les banques ont réagi en créant des filiales d'assurance, qui ont conquis très rapidement d'importantes parts sur ce marché en plein développement.

La part de marché des dépôts réglementés placés auprès des établissements de crédit et du secteur postal a diminué au sein des placements réalisés par les ménages auprès de ces mêmes établissements, revenant de 74,9 % en 1978 à 61,2 % en 2003.

Cette désaffection relative a été encore plus marquée si l'on considère la part de ces placements dans le passif des établissements de crédit. Subissant le mouvement général de désintermédiation bancaire, qui s'est opéré notamment en faveur des OPCVM, celle-ci a ainsi fléchi de 51,0 % en 1978 à 22,5 % en 1990, niveau qu'elle excède de peu actuellement (24,3 % en 2003).

¹⁵ Au lieu de, respectivement, 13,8 % et 58,3 % fin 1978

Graphique 7

Part de l'épargne réglementée dans les placements des ménages auprès des EC et CCP et dans le passif des EC

En outre, la prédominance du livret A dans la distribution des produits d'épargne que l'on observait à la fin des années soixante-dix coïncidait avec une forte part de marché des Caisses d'épargne et de La Poste, qui en avaient le monopole. La création, dans les années quatre-vingt, de livrets réglementés distribués par tous les réseaux comme le Codevi ou le LEP a rééquilibré, au moins dans une certaine mesure, la répartition des parts de marché en élargissant celle des autres réseaux.

Annexe

Définition des agrégats de placement considérés dans l'article

Épargne	Code comptabilité nationale
Dépôts	
Placements à vue	F291
Livrets ordinaires (a)	
Livrets A	
Livrets bleus	
Livrets jeunes	
Livrets d'épargne populaire	
Codevi	
Comptes épargne-logement (a)	
Autres comptes d'épargne à régime spécial (a)	
Épargne contractuelle	F293
Plans d'épargne-logement	
Plans d'épargne populaire bancaires	
Livrets des sociétés de crédit différé	
Sommes en instance d'emploi sur les PEA	
Enveloppe titres et assurance	
Assurance-vie, y compris PEP assurance	F61
PEA (banque et assurance)	extrait F33 et F5

(a) Postes inclus dans les statistiques des graphiques 1, 2, 3 et 6 et exclus dans celles du graphique 4

Actif des ménages		Code comptabilité nationale
Placements financiers		
Monnaie fiduciaire		F21
Produits bancaires		
Placements intermédiés	Dépôts non réglementés	
	Dépôts transférables	F22
	Intérêts courus non échus sur dépôts	F28
	Dépôts réglementés	
	Placements à vue	F291
	Épargne contractuelle	F293
	Droits nets des ménages sur les réserves d'assurance-vie	F61
	Titres	
	Titres d'OPCVM monétaires	F521
	Titres d'OPCVM non monétaires	F522
	Titres hors actions et produits dérivés	F33
	Actions et autres participations hors titres d'OPCVM	F51
Autres actifs financiers		
	Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistre	F62
	Produits dérivés	F34
	Crédits aux autres agents non financiers (entrepreneurs individuels)	F4
	Autres comptes à recevoir	F7
Actifs non financiers		
	Capital fixe	AN11
	Autres actifs réels	AN12, 13 AN2

Passif des établissements de crédit	Code comptabilité nationale
Postes repris	
Dépôts transférables	F22
Intérêts courus non échus sur dépôts	F28
Placements à vue	F291
Placements à échéance	F292
Épargne contractuelle	F293
Titres autres qu'actions	F33
Intérêts courus non échus sur TCN	F38
Actions et autres participations	F5
Postes non repris	
Comptes de correspondants financiers	F296
Dépôts auprès des organismes internationaux	F297
Dépôts et cautionnements divers	F299
Produits dérivés	F34
Crédits	F4
Provision technique d'assurance	F6
Autres comptes à recevoir	F7